

Les opérations de pension livrée tripartites

Le marché de la pension livrée (repo dans la dénomination anglo-saxonne) représente un segment important et dynamique du marché monétaire de la zone euro. Le recours aux opérations de repo permet aux banques commerciales de se financer, ou de placer leurs excédents de trésorerie, sur le marché interbancaire en minimisant le risque de crédit. L'apport de garanties par la contrepartie emprunteuse, sous la forme le plus souvent de titres d'État dont la propriété est effectivement transférée au prêteur pendant la durée de l'opération, offre une sécurité très grande et limite, de ce fait, le risque de crédit à celui correspondant aux actifs sous-jacents. Les opérations de repo constituent un standard très répandu, notamment pour les opérations de fourniture de liquidité des banques centrales dans l'Eurosystème. Comme l'ont montré les enquêtes sur le marché monétaire publiées par l'Eurosystème depuis 1999, le segment interbancaire du repo connaît une croissance régulière de ses volumes, ainsi qu'une extension des opérations entre banques des différents pays de la zone euro.

Les opérations de repo tripartites, qui ne constituent pour le moment qu'une fraction limitée du volume des opérations de repo, se caractérisent par le fait qu'elles font intervenir une partie tierce, l'agent tripartite qui a la charge de la gestion des garanties.

On ne saurait, pour autant, réduire les opérations tripartites à ces modalités spécifiques de gestion des garanties. Par rapport au marché du repo bilatéral, les opérations tripartites offrent des possibilités d'utilisation d'un éventail beaucoup plus large de titres sous-jacents comme garanties. Par rapport aux opérations en blanc, elles permettent d'optimiser le coût de financement des banques sur le marché interbancaire, tout en réduisant les besoins en capital grâce à l'optimisation du risque de crédit. Du point de vue de l'organisation des back-offices, les opérations tripartites permettent également des économies d'échelle importantes, dans un contexte de complexité persistante des opérations de règlement-livraison de titres au niveau européen et d'industrialisation de l'activité de conservation. À ce titre, les opérations de repo tripartites constituent une alternative de choix aux opérations traditionnelles de trésorerie interbancaire, qu'il s'agisse des dépôts en blanc ou des opérations de pension livrée bilatérales. Elles apportent également de nouvelles opportunités en matière de gestion des opérations de trésorerie aux institutions non bancaires, comme les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et autres institutions financières.

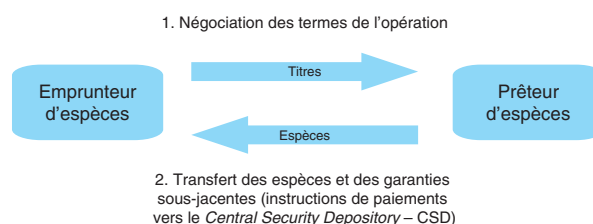
L'objet de cet article est de présenter les modalités de fonctionnement du marché du repo tripartite, la structure et les caractéristiques de ce marché et, enfin, ses principaux facteurs de développement et ses perspectives d'évolution.

Alexandre CHAILLOUX
*Direction des Opérations de marché
Service de Suivi et d'Animation des marchés*

NB : Cet article a bénéficié de la contribution de plusieurs praticiens du marché du repo tripartite. Nous tenons à remercier, tout particulièrement, Cyril Louchtchay d'Ixis-CIB pour sa collaboration.

1. Le repo tripartite : principales modalités de fonctionnement du marché

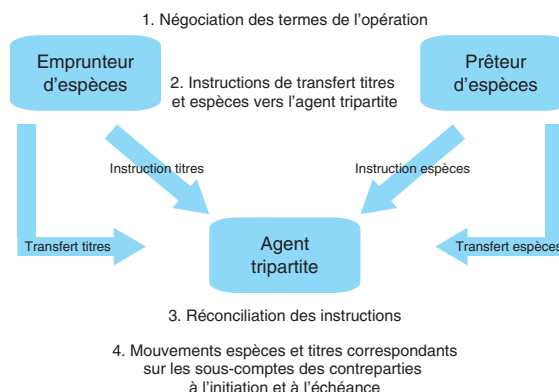
Les opérations de pension livrée bilatérales consistent en un échange de liquidités contre garanties titres entre deux contreparties. L'emprunteur d'espèces fournit au prêteur des garanties, dont la propriété est contractuellement et matériellement transférée au prêteur durant la durée de l'opération.



Les conditions afférentes à cette mise en garantie de titres sont précisées par un contrat juridique. Les contrats les plus utilisés sont les contrats cadre Association française des banques (AFB), les conventions *Public Securities Association/International Securities Market Association* (PSA/ISMA) (*Global Master Repurchase Agreement* – GMRA), ainsi que le nouvel accord européen *European Master Agreement* (EMA). Ces conventions précisent, en particulier, les modalités de transfert définitif de la propriété des garanties en cas de manquement par le débiteur à ses obligations de remboursement, ainsi que les dispositions afférentes au maintien de la valeur de marché des garanties à hauteur des espèces prêtées, grâce à des mesures de contrôle des risques, telles que les appels de marge, les décotes ou « *haircuts* » appliquées à la valeur des titres, ainsi que les marges initiales éventuelles.

Les opérations tripartites font intervenir une partie tierce : l'agent tripartite. Ce dernier peut être une institution fournissant des services de règlement-livraison, telles les grandes centrales de compensation (*clearing*) comme Clearstream ou Euroclear Bank, ou une banque commerciale spécialisée dans les opérations de conservation. Dans ce schéma, les deux banques contreparties à l'opération s'engagent sur les différents termes de l'opération, à savoir la maturité de l'opération, le taux d'intérêt sur les espèces, ainsi que sur la nature générale du collatéral (et non pas le détail des titres remis en garantie comme dans le cas des opérations bilatérales) (étape 1). Une fois l'opération conclue, les deux contreparties envoient des instructions à l'agent, pour que celui-ci procède, à la date de valeur de l'opération, simultanément aux mouvements espèces et mouvements titres sur les comptes, dans les livres de la centrale ou de l'agent, sur lesquels les garanties sont conservées (étape 2).

Le contrat de gestion des garanties (*Triparty Service Agreement* – TRSA) donne délégation à l'agent pour procéder à ces mouvements pour le compte des contreparties à l'opération et définit l'ensemble de ses obligations. Il précise également les modalités selon lesquelles l'agent doit assurer les mesures de contrôle des risques pour le compte des contreparties et donne la définition des paniers de garanties homogènes qui seront acceptés par le prêteur et l'emprunteur d'espèces.



Dans ce schéma, les caractéristiques ligne par ligne des garanties ne sont pas stipulées par les deux contreparties au moment de la conclusion de l'opération, mais sont sélectionnées par l'agent de règlement lui-même à partir des « paniers » de titres homogènes, définis par les deux contreparties.

Au moment de la négociation, les deux contreparties s'accorderont seulement sur le type de panier sous-jacent utilisé. Traiter en tripartite requiert donc que le prêteur et l'emprunteur soient l'un et l'autre signataires d'un accord de gestion des garanties avec le même agent tripartite.

L'agent tripartite assume un nombre important de tâches permettant le dénouement efficient des opérations. *En amont de l'opération*, l'agent doit définir avec les contreparties les paniers de titres éligibles aux opérations. Ces paniers de titres ne présentent pas nécessairement des caractéristiques standards et peuvent être individualisés pour chaque client. Ils peuvent également être construits pour refléter des exigences en matière de diversification et de limitation des risques : ainsi, un prêteur d'espèces pourra imposer de ne recevoir que des paniers comprenant au moins 20 émetteurs individuels différents, ou 100 lignes différentes, ou prohibant certains secteurs, types d'émetteurs ou types de titres (obligations convertibles, par exemple).

Les paniers de garanties peuvent être constitués par l'agent tripartite en fonction de critères spécifiques (notation, concentration, règles de substitution) fournis par les banques participant au marché. En principe, le nombre de paniers potentiels est donc très important. En pratique, une certaine forme de standardisation est apparue. Par ordre décroissant en termes de qualité de crédit, les principaux paniers de garanties présentent les caractéristiques suivantes.

- Le premier type de panier rassemble en général les émetteurs souverains (de AAA à AA+), ainsi que les émetteurs supranationaux ;
- les paniers de second rang, outre les titres éligibles au premier panier, contiennent des titres offrant des notations AAA, comme certaines titrisations de première qualité (obligations foncières), ainsi que des titrisations de notation inférieure, des obligations bancaires, ainsi que des titres émis par des entreprises de notation supérieure à BBB–. Ces paniers peuvent être caractérisés par la notion d'« *investment-grade* » ;

- les autres paniers possibles sont ceux contenant des titres de notation inférieure à BBB–, voire ceux acceptant des émetteurs dits « *high-yield* ».

Les premiers paniers ne sont en général constitués que d'obligations classiques. Les autres types de titres, tels que les certificats de dépôt, les billets de trésorerie, les obligations convertibles ainsi que les titres de dette subordonnée, sont en général acceptés dans les paniers de qualité de crédit inférieure. On notera que les actions sont parfois utilisées dans ces paniers, à des fins de rehaussement de rendement sur l'opération de prêt d'espèces. Les règles de diversification tendent également à être renforcées pour les paniers de deuxième catégorie. On notera qu'au-delà de la tendance à la standardisation observée sur les paniers de « première qualité », la possibilité de façonner des paniers en fonction de critères très divers est largement utilisée par les contreparties.

Une fois ces catégories établies, l'agent devra tenir l'inventaire en temps réel des différents stocks de garantie pour lesquels il a reçu une délégation et mettre à jour en permanence le regroupement des titres par catégories homogènes.

Au moment de l'initialisation de l'opération, les clients de l'agent tripartite disposent ainsi, en temps réel, de données exhaustives sur leur stock de garanties et sur les montants de titres disponibles par panier. L'agent, lors d'une opération, vérifie que les instructions reçues de l'emprunteur et du prêteur sont concordantes (« *matching* »), avant de procéder aux mouvements titres et espèces correspondants à l'opération sur les comptes de ses clients ou affiliés. La coïncidence des deux mouvements assure la sécurité de l'opération (règlement contre livraison). Le montant des garanties fait l'objet d'une valorisation en temps réel par l'agent, ce qui lui permet d'ajuster, au moment exact de la saisie de l'opération, la valeur de marché des garanties au montant d'espèces empruntées ou prêtées (étapes 3 et 4).

Pendant la durée de vie de l'opération, l'agent met en œuvre des mesures de contrôle des risques. Le montant des garanties est ajusté une ou plusieurs fois par jour en fonction de la modification de la valeur des marchés des titres (appels de marges). Les algorithmes de valorisation utilisés par les agents permettent de calculer une valeur de marché pour chacune des lignes utilisées. Pour les titres les plus courants, des prix de marché peuvent être utilisés en direct. Pour les titres moins traités, des modalités de valorisation théorique permettent de dériver des prix sur les bases de ceux observés sur des actifs ayant des caractéristiques proches. Ces valorisations théoriques tiennent compte de l'ensemble des variables sous-jacentes au prix (risque de taux, risque de crédit, risque de change en cas de « *cross-currency repo* »). Des appels de marge en titres, activés lors du franchissement d'un seuil de déclenchement défini par le prêteur (et possibles dès le premier euro), sont ainsi effectués plusieurs fois par jour de manière automatique.

Dans le cas où le contrat de repo tripartite signé entre les contreparties inclut une possibilité de substitution, l'apporteur de garanties (l'emprunteur de liquidités) peut remplacer un titre par un autre titre appartenant à la même catégorie. Dans ce cas, l'agent tripartite gère également directement les substitutions de collatéral, sans intervention du bénéficiaire des garanties.

À l'échéance de l'opération, l'agent restitue les titres et les espèces aux deux parties.

2. Les caractéristiques actuelles et la structure du marché du repo tripartite en zone euro

2.1. Caractéristiques principales du marché du repo tripartite en zone euro

L'enquête publiée chaque année par la Banque centrale européenne (BCE) sur le marché monétaire de l'euro a généralement fait apparaître une forte croissance des opérations de pension livrée (plus de 25 % d'augmentation du volume brut traité chaque année ¹, toutes maturités confondues).

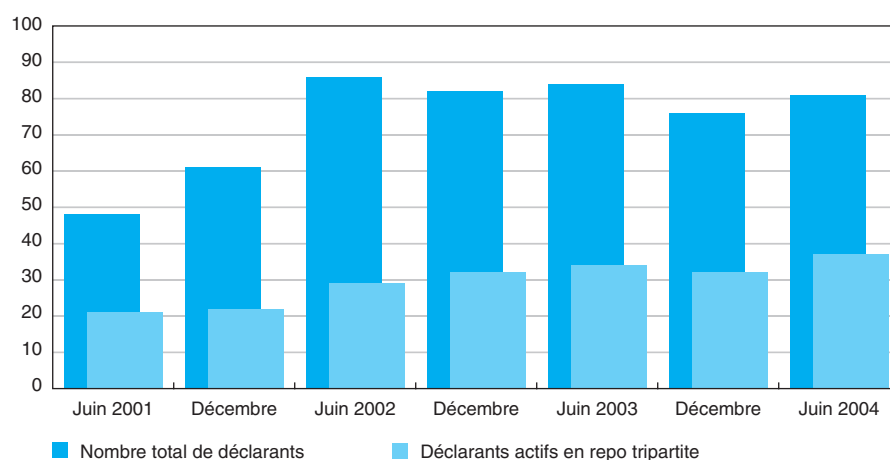
Le sondage réalisé deux fois par an depuis juin 2001 par l'*European Repo Council* (ERC), en liaison avec l'ISMA, a permis, tout en confirmant en général ces tendances du marché du repo, d'attester le dynamisme récent du segment du tripartite. Les données de ce rapport sont produites sur la base d'un questionnaire soumis à 81 banques situées en zone euro et sur la place de Londres.

	(en milliards d'euros)			
	Juin 2001	Juin 2002	Juin 2003	Juin 2004
Encours brut de repo	2 157	3 305	4 050	4 561
Croissance (en %)		53,2	22,5	12,6
Encours brut en tripartite		208	251	497
% de repo tripartite		6,30	6,20	10,90

NB : Encours brut (prêts + emprunts), toutes maturités, déclarés par les participants au sondage ERC.
La question relative aux opérations tripartites n'est posée que depuis juin 2002.

Le sondage de l'ERC fait apparaître une croissance des encours bruts des opérations de repo, tous segments confondus (bilatérales et tripartites), de 12,6 % entre juin 2003 et juin 2004 (montant total des encours d'opérations rapportées à cette date de 4,5 trillions d'euros). Les opérations tripartites constituent 10,9 % de l'ensemble des encours déclarés et ressortent en forte hausse d'une année à l'autre (passant de 6,20 % des encours à 10,90 %).

Nombre de banques actives sur le marché de la pension livrée tripartite



Sources : ERC, ISMA

¹ Chiffre de transactions moyennes quotidiennes, calculé chaque année sur la base de l'ensemble des transactions effectuées par 78 banques déclarantes au deuxième trimestre de l'année

Plus d'un tiers des déclarants au sondage ERC rapportent une activité de repo tripartite. Parmi ceux-ci, la moitié des banques représentent environ 84 % des volumes traités sur l'ensemble du marché, ce qui suggère que cette activité est surtout présente dans les institutions assurant les volumes les plus importants sur le marché de la pension livrée, tous segments confondus.

Le sondage établit que 38,4 % des opérations tripartites sont effectuées avec des contreparties « domestiques » (résidentes en zone euro), alors que 60,8 % ont été effectuées avec des contreparties hors de la zone euro. Les opérations tripartites sont effectuées majoritairement en euros (59,8 %), ensuite en dollars (28,1 %), puis en livres sterling (11,6 %). Une large majorité des opérations tripartites est effectuée en « *cross-currency repo* » (60,5 %). La plus large part des opérations tripartites est effectuée pour des durées fixes (87,4 %).

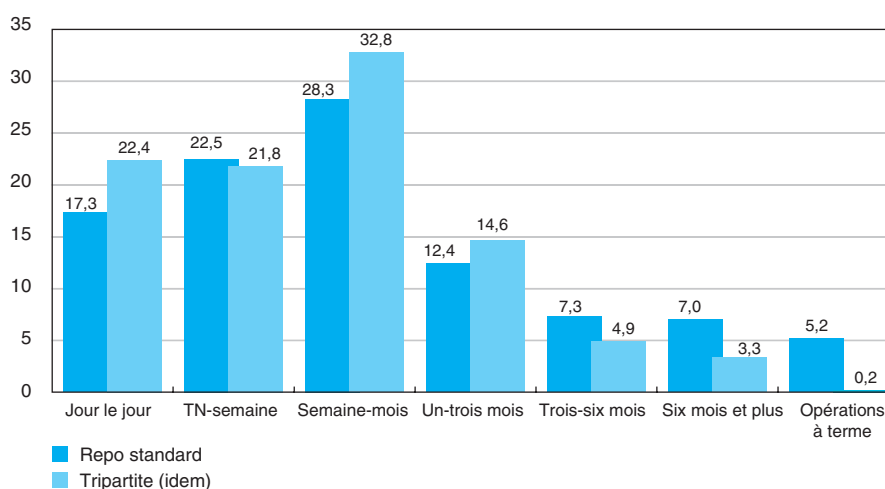
L'analyse des encours par maturités montre que la durée des opérations de pension livrée tripartite ne se distingue pas sensiblement de celle des opérations bilatérales. Trois quarts des opérations (76,8 %) sont effectuées pour des durées égales ou inférieures à un mois.

Le segment des opérations comprises entre une semaine et un mois domine largement, avec 32,8 % des opérations. Cette répartition par maturités des opérations suggère que le repo tripartite constitue un instrument de refinancement à court terme, ou d'investissement sur des durées très courtes, plutôt qu'un outil de prise de position sur la courbe monétaire à plus long terme.

En termes de nature des garanties sous-jacentes aux opérations, les titres d'État (et quasi-État) ne représentent que 36,3 % des encours.

Encours par maturités des opérations tripartites et des pensions livrées bilatérales

(en % du total des encours)

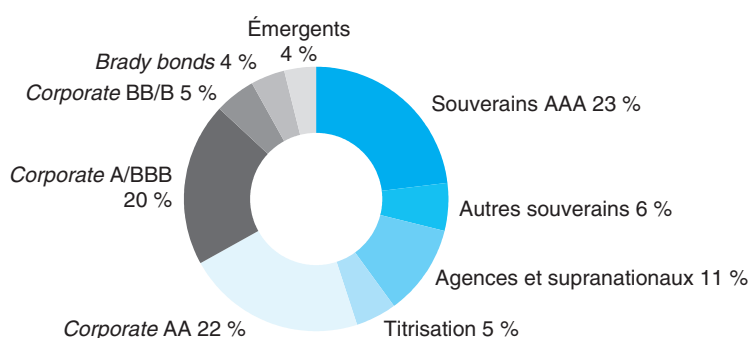


Sources : ERC, ISMA

Les autres types de garanties sous-jacentes sont, par ordre d'importance, des titres de dette non souveraine émis en Allemagne pour 27,2 %, des titres américains (11,1 %), des titres émis au Royaume-Uni (8,6 %), puis des titres émis dans différents pays d'Europe continentale (France : 8,2 %, Pays-Bas : 7,7 % ; Italie : 5,5 %). L'importance de la part des titres allemands non souverains reflète la prédominance des titres hypothécaires allemands (« *Pfandbriefe* »).

Les données émanant d'autres enquêtes (*global custodian survey* ²) illustrent également la diversité des garanties sous-jacentes en termes de notation. S'agissant des obligations privées, on note un relatif équilibre entre les émetteurs les mieux notés et les moins bien notés. Les titres émis par les émetteurs les plus risqués (*high-yield*, obligations *Brady*, titres émis par des pays émergents) prennent une part notable du total, puisqu'ils représentent 13 % des collatéraux sous-jacents aux opérations tripartites. Les agences et les véhicules de titrisation constituent 16 % des garanties gagées.

Nature des garanties sous-jacentes aux opérations de pension livrée tripartites



Outre les segments évoqués ci-dessus, il faut mentionner le segment du repo action qui constitue une portion très importante des opérations effectuées en tripartite. L'enquête *global custodian survey* montre que plus de 65 % des utilisateurs de contrats tripartites y ont recours pour le refinancement de portefeuilles actions. Les opérations de repo action ont des caractéristiques très particulières qui les différencient substantiellement des opérations de pension livrée contre obligations (mesures de contrôle des risques adaptées au profil plus volatil de ces actifs).

2.2. La structure du marché : segmentation forte entre emprunteurs d'espèces (« *cash takers* ») et prêteurs d'espèces (« *cash givers* »)

La structure du marché du repo tripartite en zone euro fait apparaître une segmentation forte entre les emprunteurs d'espèces et les prêteurs d'espèces. Peu de participants de marché se situent en effet simultanément des deux côtés du marché. Cette segmentation correspond, de fait, à une typologie bien précise des acteurs et de leurs caractéristiques, en termes d'activité sous-jacente et de structure de bilan.

² Cette enquête, effectuée tous les ans auprès des praticiens du marché du repo tripartite par le magazine trimestriel *Global Custodian*, est un questionnaire qualitatif de grande ampleur (trente questions) portant sur les modalités techniques des opérations tripartites, sous les angles financier, juridique, technique et organisationnel.

Les *emprunteurs d'espèces* regroupent principalement des filiales continentales et londoniennes de banques américaines spécialisées dans les activités de marché (« *broker-dealers* »). En effet, la faiblesse de leurs ressources naturelles en euros (pas ou peu de dépôts liés à une activité de banque de détail), leurs conditions de notation (souvent inférieures à celles des banques européennes généralistes) et l'importance de leurs stocks de titres (liée à leurs activités en matière d'émission/syndication ou d'intermédiation sur le marché de la dette libellée en euros) justifient la mise en œuvre d'opérations de refinancement collatéralisées. Ces établissements sont ainsi en permanence emprunteurs d'espèces sur le marché du repo sous forme d'opérations bilatérales (pour les titres d'État) ou tripartites (pour toutes les autres garanties). Les opérations sur le marché du repo tripartite leur permettent d'optimiser leur coût de financement, le taux d'emprunt prenant en compte la qualité de la garantie sous-jacente plutôt que le *rating* de l'emprunteur. Elles leur permettent également de limiter leurs dépenses de *back-office*, tout en bénéficiant d'un service sophistiqué en termes de mesure de contrôle des risques et de gestion des collatéraux.

Les *prêteurs d'espèces* constituent un groupe plus hétérogène, regroupant des banques centrales et certains organismes supranationaux, des banques commerciales disposant d'une structure de bilan différente des « *broker-dealers* » et notamment d'excédents de liquidité structurels et, dans certains cas, des entreprises non financières. L'attrait du repo tripartite pour les banques centrales est lié à une gestion très prudente du risque de crédit et à la volonté de maximiser les encours d'opérations « collatéralisables ». S'agissant des banques commerciales classiques disposant d'excédents de liquidité récurrents, le repo tripartite permet de réduire la consommation de risque de crédit tout en prêtant ces espèces à des taux plus favorables que ceux perçus dans le cadre des opérations de pension livrée bilatérales sur titres, en particulier lorsque les paniers de garantie acceptés contiennent des titres de qualité de crédit plus faible.

Les fonds mutuels et OPCVM, en général perçus comme appartenant au côté « prêteur d'espèces » du marché (du fait de leur position nette prêteuse de liquidités), sont en fait susceptibles de se situer des deux côtés. L'utilisation du repo au sens large est en général requise par les fonds pour la gestion de leurs liquidités, car les OPCVM ont des contraintes fortes en termes de risque de crédit sur leurs opérations de prêts.

Les opérations tripartites peuvent, en outre, être utilisées par ces fonds lorsqu'ils doivent faire face à des rachats importants à court terme et ne souhaitent pas liquider leurs positions stratégiques. Dans ce cas de figure, elles leur permettent d'obtenir un financement contre une gamme de titres beaucoup plus large que dans le cadre des repo bilatéraux, et notamment de mobiliser un nombre important de petites lignes, qui, prises isolément, ne permettent pas un accès facile au marché.

Outre cette segmentation forte, on notera que la structure du marché se caractérise également par une forte concentration : en effet, le nombre d'emprunteurs d'espèces est assez réduit, alors que le nombre de prêteurs d'espèces est beaucoup plus important (21 % d'emprunteurs d'espèces et 64,4 % de prêteurs d'espèces parmi les répondants au sondage *global custodian survey*).

Un nombre limité d'établissements bancaires travaillent simultanément les deux cotés du marché (position en liquidité nette proche de l'équilibre). Ce type d'activités, moins liée au financement pur, est certainement appelé à se développer, dans la mesure où les opérations tripartites peuvent servir, lorsqu'elles sont combinées à des opérations de repo bilatérales ou de prêt de titres, à des opérations d'arbitrage intéressantes. En effet, les opérations tripartites, en élargissant la gamme des titres reçus, accroissent potentiellement les opportunités des arbitragistes en matière de prêts de titres.

Ces stratégies d'arbitrages consistent en l'exploitation de la valeur individuelle des garanties reçues au sein des paniers de garanties. Le mode de constitution des paniers de titres peut, en effet, donner lieu à une hétérogénéité résiduelle des garanties. Ceux-ci sont constitués en « poupée russe » : les paniers de qualité inférieure peuvent recevoir des titres appartenant aux paniers de qualité de crédit supérieure. Cette « inefficience » constatée dans la formation des paniers résulte de l'hétérogénéité des profils des utilisateurs des opérations tripartites. Certains emprunteurs d'espèces peuvent, en effet, être indifférents à court terme au mélange de la qualité des garanties qu'ils détiennent, soit parce qu'ils ne participent pas au marché du prêt de titres bilatéral et ne disposent pas d'informations sur les prix de prêt et d'emprunt de titres ligne par ligne, soit parce que la trop grande dispersion de leur portefeuille de garantie requiert de travailler par « grandes masses ». Cette présence de titres de valeurs supérieures à la qualité « moyenne » du panier constitue une opportunité de gain sans risque pour l'arbitragiste. Les teneurs de marché mettent à profit ces inefficiences en sortant certains titres de leurs paniers pour les réutiliser ligne par ligne sur le segment du prêt de titre bilatéral (cette faculté de réutilisation des garanties n'est, toutefois, pas standard et doit être stipulée par le contractant ; il s'agit de l'option dite de « re-lending » ou « re-hypothecation »). Ces stratégies d'arbitrage de valeur relative (« repo match books », « General collateral versus specials », « borrow pledge »)³ contribuent à assurer l'efficience des prix sur le marché du repo en général. Ces activités d'arbitrage demeurent néanmoins anecdotiques en proportion des volumes traités.

3. Les facteurs propices au développement du repo tripartite

Le segment des opérations tripartites a connu un développement important et une croissance à deux chiffres sur les années les plus récentes. Bien que représentant encore une part limitée des opérations de repo en zone euro, ce segment semble appelé, comme aux États-Unis, à prendre une part plus significative du volume des opérations collatéralisées, et cela pour les raisons suivantes.

³ L'activité de « repo match books » désigne l'activité d'arbitrage généralisée sur les garanties reçues via les opérations de repo, les opérations de « General collateral versus specials » consistent en la combinaison d'un emprunt en vrac (qu'il s'agisse de repo tripartite ou bilatéral) et d'une opération bilatérale de prêt de titre, les opérations de « borrow pledge » sont des opérations de prêts de titres contre titres sans contrepartie espèce (seule la marge correspondant à la rémunération du prêt est échangée en espèces).

3.1. La réticence croissante à supporter le risque de crédit

Les opérations tripartites comme les opérations bilatérales bénéficient de la tendance récente en faveur de la collatéralisation des expositions résultant des opérations interbancaires, qu'elles proviennent d'opération de trésorerie ou d'opérations sur les produits dérivés. La tendance structurelle de hausse des volumes sur les marchés de capitaux, observable également sur le compartiment du marché monétaire, s'est accompagnée d'une réticence croissante des banques commerciales à supporter le risque de crédit sur leurs opérations interbancaires. Ce phénomène, qui avait facilité la naissance et les premiers développements du marché du repo, s'est amplifié dans le sillage de l'affaire LTCM et l'explosion des *spreads* de crédit lui ayant fait suite en 1998. La montée en puissance des modèles de contrôle des risques de crédit, le coût croissant en capital réglementaire des opérations non collatéralisées et la tendance à la détérioration du *rating* des banques commerciales en Europe continentale ont également concouru à renforcer l'attrait des opérations collatéralisées en général.

Dans un contexte de croissance forte de l'activité sur le marché monétaire, la demande pour les opérations collatéralisées a progressivement excédé les possibilités offertes par les encours de titres d'État disponibles au bilan des banques. Cette situation a favorisé la recherche de solutions basées sur des *pools* de collatéraux alternatifs, dont les caractéristiques (taille modique des lignes individuelles, hétérogénéité de la qualité de crédit, difficulté de valorisation) avaient jusqu'à présent empêché leur utilisation dans le cadre des opérations de pension livrée bilatérales classiques. L'automatisation des procédures de gestion des stocks de titres par les agents (notamment s'agissant des centrales de règlement-livraison) a permis d'élargir très sensiblement les possibilités, notamment à travers la mobilisation des multitudes de petites lignes de titres (« queues de position » interbancaires), dont le refinancement était inenvisageable sur le marché du repo bilatéral, ou la mobilisation de titres spécifiques (convertibles, créances hypothécaires, titres très peu traités sur le marché secondaire souffrant de problèmes de valorisation).

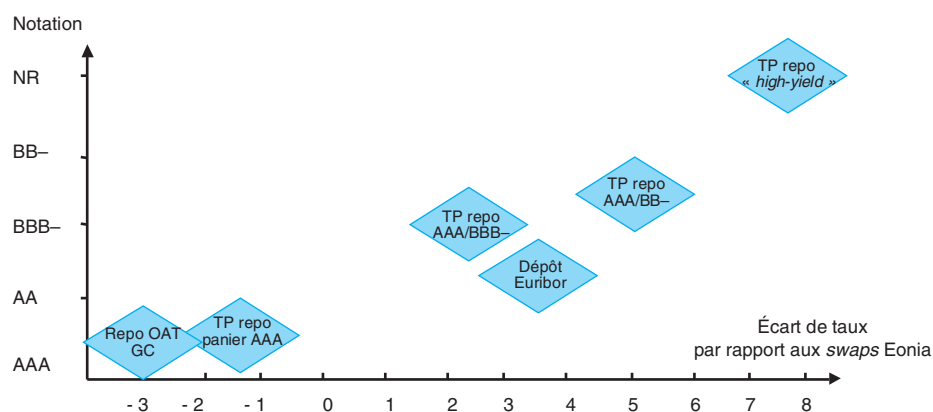
Enfin, le développement du « *cross-currency repo* » a été favorisé par les opérations tripartites. Il consiste à obtenir un financement dans une devise, tout en constituant des garanties libellées dans une devise tierce, et permet ainsi de gérer un stock de garanties sans considération de la devise de référence, ce qui procure un élément de flexibilité supplémentaire très apprécié par les trésoriers de banque. Du côté du prêteur d'espèces, l'acceptation de collatéraux libellés en devises n'entraîne pas de risque supplémentaire d'évolution de la valeur de marché de la garantie, dans la mesure où les appels de marge mis en oeuvre par l'agent tiennent compte du risque de change.

3.2. L'optimisation du coût de financement permise par les opérations tripartites

L'autre conséquence de cette différenciation entre la qualité de crédit de l'émetteur et celle de l'opération de financement sous-jacente est la faculté pour les participants de marché dont les bilans présentent des stocks de titres importants d'optimiser

leurs coûts de financement. Les emprunteurs récurrents (« *brokers dealers* ») présentent des notations généralement inférieures à celles des banques européennes généralistes continentales, qui ne leur permettent pas, de ce fait, de lever des ressources sur le marché monétaire à des conditions satisfaisantes pour financer leurs activités de marché, et notamment leurs inventaires importants de titres. L'utilisation des opérations tripartites leur permet ainsi d'éviter de payer le surcoût lié à leur notation. Ainsi, une banque se finançant à Euribor + 6 points de base sur le marché des dépôts interbancaires pour ses activités sur titres (s'il s'agit de titres notés de AAA à BB-) pourra réduire son coût de financement à Euribor + 2 en empruntant des espèces par le biais d'opérations tripartites.

Les différents types de paniers traités sur le marché du repo tripartite donnent lieu, en effet, à des différences dans les niveaux de taux traités sur la jambe espèce de l'opération.



Le graphique ci-dessus décrit les écarts de taux constatés fin 2004 sur la jambe espèces des différents types d'opérations de repo pour une opération de maturité 1 mois. Les opérations tripartites s'inscrivent dans un différentiel de rendement d'environ 10 points de base entre le panier le mieux noté et le panier le moins bien noté. Cet écart évolue en fonction de la tendance générale sur le marché du crédit. Il a connu ainsi un resserrement net depuis 2002, où il se situait alors entre 15 et 20 points de base.

Les niveaux de taux traités sont en général fonction de trois variables : la durée de l'opération, la nature du panier sous-jacent traité et, enfin, la qualité de crédit de la contrepartie emprunteuse. On observe, s'agissant de ce dernier élément, que la collatéralisation de l'opération n'a pas totalement annulé l'impact de la qualité de crédit de la contrepartie emprunteuse sur le taux traité. Ceci est dû au fait que, comme les opérations de repo bilatérales, les opérations tripartites continuent à s'imputer sur les lignes de crédit, même pour les opérations collatéralisées, la notation de la contrepartie continuant d'être prise en considération par les contrôleurs du risque de crédit au sein des établissements de crédit. Pour cette raison, les banques à faible *rating* continuent de payer quelques points de base supplémentaires sur leurs opérations de financement tripartites, notamment sur les maturités les plus longues.

3.3. La modernisation de la gestion des garanties dans un environnement complexe (industrialisation des *backs-offices*)

Un des facteurs de développement du repo tripartite est la tendance actuelle à l'industrialisation des activités de *back-office* en matière d'opérations sur titres. Cette tendance résulte de deux mouvements clés : celui de l'internationalisation des portefeuilles titres et de la concentration graduelle des activités de conservation.

L'*internationalisation des portefeuilles*, ainsi que le phénomène corrélatif d'accroissement du nombre d'opérations transfrontalières, ont complexifié l'activité des *back-offices* bancaires. La configuration des systèmes de règlement-livraison de titres n'a que peu évolué depuis l'avènement de l'euro et demeure largement fragmentée : à côté des grandes centrales de règlement-livraison internationales (ICSD), existent une vingtaine de systèmes de règlement-livraison domestiques. La mise à niveau des *back-offices* bancaires qu'appelle l'intensification des opérations de gestion des garanties exige des investissements importants en infrastructure et en formation. Dans un contexte de faiblesse des marges d'intermédiation et de volatilités des revenus liées aux activités de marché, la simplification des opérations de gestion des garanties offerte par le repo tripartite constitue une alternative à la mise en place de capacités sophistiquées de gestion de ces opérations en *back-office*, notamment pour les banques de petite taille.

À ce mouvement d'internationalisation des portefeuilles, s'ajoute celui de *concentration de l'activité en matière de conservation*. Les banques commerciales cherchent, en général, à optimiser les coûts afférents à ces activités. Cette optimisation, qui peut être obtenue par le biais de l'externalisation partielle ou totale de celles-ci, tend à concentrer l'activité de conservation sur un nombre décroissant d'intervenants offrant des services de « *global custody* », ou vers les centrales fournissant des services de gestion des garanties. Certains types de participants du marché, comme les « *brokers dealers* », recourent massivement à cette externalisation. Par ailleurs, certaines modalités concrètes afférentes aux opérations tripartites tendent à renforcer encore l'attractivité de cette solution. Ainsi les frais perçus par les agents tripartites ne sont payés que par les emprunteurs d'espèces : cela signifie que les prêteurs ne paient aucun frais de conservation sur les titres dont ils deviennent propriétaires pendant la durée du repo. Ce mode de tarification est donc très incitatif pour les établissements prêteurs qui bénéficient d'une gestion externalisée et gratuite.

La barrière constituée par le niveau élevé des coûts d'entrée pour mettre en place une activité efficiente de gestion des garanties explique que la fourniture de service d'agent tripartite ne soit proposée que par un nombre très limité d'acteurs de type « *global custodians* » ou centrales de règlement-livraison internationales.

4. Les perspectives pour le marché des opérations de repo tripartites en zone euro

Les tendances actuelles laissent à penser que le potentiel de développement des opérations tripartites est important. La stabilité relative du stock de titres publics en Europe continentale, liée à l'observation des critères de Maastricht, devrait renforcer l'utilisation des autres types de garanties pour les opérations de refinancement des banques et, ce faisant, diminuer la part des titres « dormants » sur les bilans des banques et intermédiaires financiers. Les évolutions prudentielles et comptables actuelles devraient logiquement contribuer à catalyser cette dynamique. Ainsi, l'accord de Bâle II, en renforçant l'attrait des opérations collatéralisées par le biais d'une prise en compte plus fine du risque de crédit tel que mesuré par les notations des agences de *rating*, devrait renforcer l'incitation à utiliser des garanties autres que les titres souverains. L'ensemble de ces facteurs, à l'horizon de quelques années, devrait faire de l'activité de gestion des garanties un secteur important et spécifique dans la production de services bancaires. L'ampleur des coûts d'entrée pourrait en effet justifier, pour les établissements de taille intermédiaire, l'externalisation d'une activité de plus en plus spécifique. Dans un tel contexte, les opérations de repo tripartites pourraient devenir un standard de marché et dépasser le volume des opérations bilatérales « classiques ».

Un tel développement du marché du repo tripartite devrait être un puissant facteur d'uniformisation d'un marché du repo paneuropéen, en favorisant le décroisement de marchés encore domestiques, du fait de l'hétérogénéité persistante des dettes souveraines et de leurs modalités de règlement-livraison. Par ce biais, le marché du repo européen pourrait, à terme, atteindre un degré d'uniformisation et de standardisation proche de celui du compartiment des prêts en blanc.

Cette montée en régime de l'activité de gestion du collatéral est, par ailleurs, susceptible de renforcer la concentration des services connexes à la conservation des titres sur un nombre très limité d'acteurs (« *global custodians* » et centrales dépositaires internationales).